

書評：大田康夫『バーゼル敗戦 銀行規制をめぐる闘い』

日本経済新聞社、2011年5月、まえがき2 + 目次10 + 本文259 +
あとがき3 + 主な参考文献6 + バーゼル委員会年表5=285頁

小川 浩 昭

1. 本書を取り上げる意義

しばしば「敗戦」という言葉を使った書物が、経済関係の書物で見られる。日本経済が「ジャパン・アズ・ナンバー1」と言われ頂点を極めたと思つたのも束の間、それがバブルに過ぎず崩壊すると、なかなか立ち直れず、1990年代は失われた10年となった。それが2000年代も続き、いつしか失われた20年という言葉が聞かれるようになった。このような天国から地獄に落とされるかのような経済の展開は、軽々しく口にすべきではないと思いつつも、正に「敗戦」並みの衝撃なのかもしれない。第2次世界大戦以来の敗戦ということで「第2の敗戦」と言われたり、経済面、特に金融面における敗戦ということで「経済敗戦」、「金融敗戦」とも言われる。経済または金融では、各国の利害が絡む競争のルール作りや各国の政策調整がしばしば問題となるが、そこに一種の勝ち負けが発生し、戦勝国の攻撃によって敗戦国がやられたとの敗戦論や敗戦国の戦略が劣って敗戦したとの敗戦論がある。いずれにしても、金融面ではルールとしてのBIS規制（バーゼル合意）が注目され、論者によってはそれが日本潰しの道具とされた。

金融敗戦に焦点を当てると、米国主導の金融自由化の下でバーゼル合意という銀行規制がとられ、さらにそれが1990年代には銀行に高度なリスクマネジメントを求めることとなり、競争のルールとして構築されてくるが、サブプライム・ショックに端を発するリーマン・ショックはその流れを根底から揺るがす金融危機であった。そこで、これまでの金融自由化の流れに対する反省も加わり、新たな規制が設けられ、動き出しつつある。リーマン・ショックの大きさ

からは、さらなる高度なリスクマネジメントが求められそうであるが、リーマン・ショックにより主要国は積極的な財政出動、金融緩和、金融機関への公的資金注入などの政策を総動員した。アメリカではFRBがQE 2と呼ばれる金融緩和を行ったが、新興国からはインフレあるいはバブルをもたらすとして批判も多かった。しかし、QE 2が終了する今年6月にはQE 3が必要とされるのではないと言われるほど米国景気はさえず、その後財政赤字法案に関する国会の乱れもあって米国債が格下げされると、株式市場は暴落した。これは、リーマン・ショック対応の政策総動員が新たなソブリン・リスクを発生させ、それが米国まで広がったということであろう。ドバイ・ショックに始まるソブリン・リスクは、ギリシャに伝播し、さらにPIIGSに伝播して欧州全体に広がり、米国をも巻き込む事態となった。

金融自由化が進展し、グローバル化が進む中、パーゼル合意を中心とした規制作りで勝利を収め、日本に対して圧倒的な優位を誇ってきた欧米金融機関がここで一気に弱体化してきた。そのような中、パーゼル とSIFIs (Systemically Important Financial Institutions、世界的に重要な金融機関) への規制強化を柱としたリーマン・ショック後の規制の新たな枠組みが動き出そうとしている。またそこで勝者と敗者が発生しているのかもしれない。いずれにしても、リーマン・ショック後の新たな展開が始まりつつあるというのが現局面である。パーゼル合意を振り返りながら、新たな規制の枠組みの意味を問う本書は現局面において必読書と言え、書評として取り上げる価値のある有益な書物といえる。

2. 要約

序章は「知られざる敗戦の舞台裏」である。「敗戦」と形容されることが多い日本の金融の凋落ぶりをその舞台裏から眺めている。敗戦の一因にBIS規制(パーゼル)があり、その導入を仕掛けた米銀の狙いの一つに邦銀の勢力拡大を抑えることがあったのは間違いないとしつつも、敗戦の原因はBIS規制そのものではなく、BIS規制を守ろうとしなかった邦銀の経営姿勢にあったとする(太田[2011] pp. 2-3) したがって、本書は戦勝国の攻撃による敗戦論

ではなく、敗戦国の戦略のまずさによる敗戦論である。

折しも、パーゼルの導入とSIFIsへの規制強化により新しい国際金融体制が動き出すが、最大の特徴は銀行にこれまでより多くの資本を積み重ねることである。日本の金融庁は周回遅れの邦銀をかばって規制強化に反対したが、欧米に押し切られたので、規制作りの交渉で主張がどれだけ通ったかという視点で見ると敗戦に近いとする（同p.3）。しかし、リーマン・ショックによる金融危機を受け、危機の再発防止のための規制強化なので、欧米の主張は正論であるとする。そして、金融主導時代は終わりを告げ、新しい主役は製造業などの実業であり、その舞台は傷ついた金融の負の負債を抱える日米欧ではなく、実物経済が発展する新興国であり、パーゼルはそんな経済の歴史の変遷を後押しすることにもなるとする（同p.5）。日本の敗戦の舞台裏に、大きな歴史的流れを見据えている。

第1章は「ヘルシュタット銀行破綻の遺産 パーゼル委員会誕生」である。第1次世界大戦のドイツ賠償問題に対応する賠償銀行に、不安定な欧州の金融を安定化させるための中央銀行の協調の機能を加えたBISがパーゼルに1930年設立された。米国はドイツによる戦後賠償問題への深入りを避けるためにBISとは距離を置いたが、総裁にはニューヨーク連銀総裁のゲイツ・W・マクラガー氏が就任した。1931年にドイツでナチスの台頭と銀行危機の影響で賠償金の支払いが止まり、1932年にドイツへの損害賠償請求の放棄が決まると、賠償銀行としての役割が喪失し、欧州の中央銀行としての役割が残ったとする（同p.13）。当時は1929年「暗黒の木曜日」に始まる世界大恐慌の頃で、中央銀行の協調を必要とする難問が山積していた。ただし、BISは当初凋落する英国の別働隊の側面もあったとする（同p.14）。

しかし、第2次世界大戦になるとドイツ色が強くなり、ブレトンウッズ会議ではナチスに協力するBISを放置できないとしてBIS解散を決議した。ただし、BISを使って欧州に大きな影響力を行使してきた英国、フランスは存続にこだわり、戦後欧州がBISの存続を模索し、BISが戦時中の内部調査を行ってナチスが奪った金の返還を決めたことから、米国は解散決議を撤回した。BISは1947年加盟国の中央銀行総裁会議を復活させ、マーシャル・プランにかかる資金配

分や決済を担った。1964年にはG10（米国、英国、西ドイツ、イタリア、フランス、オランダ、ベルギー、スウェーデン、カナダ、日本）への情報提供の役割も担う。ニクソン・ショック（1971年）でブレトンウッズ体制が崩壊すると、G10協調の実働部隊としての役割が高まっていった。

1974年ヘルシュタット銀行破綻時に取引実施場所と決済場所の違い＝時差から損失を被る事態が生じ「ヘルシュタット・リスク」と呼ばれたが、そうした事態の再発防止のために、外為取引と銀行監督の両分野の専門家で構成するパーゼル銀行監督委員会（パーゼル委員会）の設置が決まった。パーゼル委員会で始まった銀行監督当局の協調は、情報交換や銀行行動の監視に留まらず、銀行の行動を共通の尺度で縛る国際規制の導入につながっていく。それは、1982年に資本を測る「共通のフレームワーク」づくりから始まり、1988年のパーゼル という形で結実する。

第2章は「日本潰しの陰謀？ - BIS規制の導入」である。1980年代のS&L危機、中南米債務危機等により資本規制導入を考えた米国が、自国のみ導入したのでは米国の銀行が不利になるため、英国を味方につけ、国際規制にすべくどのように動いたかが述べられる。その動きの背景に日本脅威論があり、自己資本比率の低い日本との対立となるが、株式含み益を資本に算入する妥協案で国際規制となる。パーゼルの成立である。「レベル・プレーイング・フィールド」と呼ばれる概念で金融市場の競争条件の公平さという物差しを初めて導入したが、結果的に資本の割合が少ないにもかかわらず驚異的に融資を伸ばす邦銀を牽制することとなった。また、パーゼル委員会が監督の協調にとどまらず、規制当局として機能する第1歩として、国際金融史上画期的な出来事であるとする（同p.45）。

パーゼルの銀行がその規制の抜け穴を探ることで金融に影響を与えたとする。ただし、欧米と日本ではかなり異なる。欧米の銀行は自己資本比率規制によって融資業務が魅力的でなくなったとして、自己資本規制対象外の証券化商品、オフバランス取引に注力するようになった。資本強化は本来安定した金融仲介を狙ったはずが、融資の存在意義を軽んじる方向に作用したとする（同p.48）これに対して日本の抜け穴金融は、パーゼルの国際的な銀行に適用

されることから国内銀行にはより緩やかな規制を課すこと、補完資本（ティア2）の積極活用であった。ただし、NTT株の売却から優先株、劣後債によるティア2の積極活用を図った。

欧米がバーゼル はビジネスモデルを変更するものと受け止めたのに対して、日本は株式の含み益が算入されることでそれ迄通りの規模の拡大競争を続け、融資を拡大した。しかし、1990年代に入ってバブルがはじけ、株式の含み益が急減し、バーゼル 適用開始の1993年には生命保険とのダブルギアリングによるティア2の取り入れによって何とか自己資本比率を達成した。バーゼル規制がバブル崩壊をもたらしたとの主張があるが誤りで、バーゼル規制決定後も融資は伸び、日銀、大蔵省によってバブルが崩壊したとする。バーゼル規制を導入したことが悪いのではなく、その趣旨を理解しなかった銀行、監督当局の失策に原因があり、それが「失われた10年」を招いたとする（同p.58）。一方、米銀を復活させる役割を演じたとする（同p.60）。

第3章は「市場の猛威への備えーバーゼル 改定」である。バーゼル は信用リスクへ対応するものであるが、バーゼル委員会はバーゼル 交渉中から為替リスク、金利リスク、株式リスクのワーキング・グループをそれぞれ設け、市場リスクへの対応の布石を打っていたとする（同p.63）。1987年ブラック・マンデーは、バーゼル に株価変動リスク対応のないことへの不安を高めた。

ワーキング・グループの課題は共通の規制のモノサシ作りであり、各国で異なるリスクの捉え方や規制の在り方に対する共通の規制の基盤づくりと、証券会社などの銀行以外の金融機関と銀行との公平性の確保である。作業は難航したが、1991年初めまでには骨格が見え、同年7月バーゼル委員会議長に初めて欧州以外の米国からニューヨーク連銀総裁として米国の自己資本規制導入、バーゼル規制の調整と導入に奔走したコリガン氏が選出された。コリガン氏は、欧州との調整、金利リスクをめぐる調整、証券界との調整という3つの調整に直面した。欧州は1992年にヘッジファンドによる英ポンド売りで通貨危機が発生していることもあり、早期に導入したかったが、日本は数年の猶予期間が必要であるとして日欧対立が生じた。猶予期間を設けるべきとの日本の主張がある程度受け入れられた。金利リスクは、1980年代の金融危機、特にS&L危機で

痛い目にあっている米国が導入に積極的であったが、パーゼルの達成でさえ四苦八苦している日本、フランスが猛反対した。金利リスクについては、期間の差、担保の有無、決済制度の差といった重要な要素を踏まえた上での共通尺度作りがうまく行かず、先送りされた。「最も重要な銀行勘定の金利リスクを黙殺する愚かな決定だった」(同p.69)とし、サブプライムローン問題につながったと厳しく批判する(同pp.69-70)。また、コリガン氏は証券監督者国際機構(IOSCO)との統一ルール作りを加速させたが、証券界の中で米欧の対立が激しく、パーゼル委員会は証券界との統一リスク規制案作りを断念する。銀行は拡大する市場取引に備えることになったが、証券会社を規制できないことになり、そのことがリーマン・ショックにつながったと批判する(同p.74)。

1993年4月19日G10中央銀行総裁会議で市場リスク規制導入が決まった。その2ヶ月後コリガン氏が退任する。イタリア銀行のスキオッパ氏が就任するが、業界寄りでパーゼル委員会の軟化が進むことになる。これを背景に市場リスクの計測に内部モデルを認めることとなった。内部モデルを認めることは、VaRの導入、銀行の裁量の容認、民間団体の意見の聞き入れをもたらし、規制当局と銀行業界との癒着のリスクを抱え込んでしまった。

第4章は「改正の名を借りた改悪 パーゼル 導入」である。パーゼル 導入に向けた動きについて述べられる。邦銀の脅威が去った米銀にとってパーゼル は邪魔な規制となってきたので、その緩和を求める動きが生じたとする。それを進めた象徴的人物がFRB議長のグリーンズパンとされ、規制緩和に向けた世論作りとして行われたニューヨーク連銀主催のコンファレンスの模様についてふれる。そこではパーゼル を批判し、規制緩和すべきとの主張だらけの中で、パーゼル委員会議長のデ・スワン氏が堂々と反対の意見を表明し、規制緩和を求める業者のエゴを暴いたかのような状況となった。この一件があったためか、デ・スワン氏の在任期間は異例の1年2カ月という短期間に終わった。後任はニューヨーク連銀のマクドノー総裁で、パーゼル規制緩和に批判的な議長が去り、パーゼル規制批判の急先鋒とも言える新議長の下でパーゼル 作成作業が動き出すことになったとする(同p.96)。パーゼルの原案は「最低所要自己資本」、「監督上の検証」、「市場規律の活用」の3つを柱とするが、内部

モデル容認ありきで監督、市場規律が書き込まれたのではないかと思えるような規制原案であったとする（同pp.99-100）。こうして2004年6月26日パーゼル委員会はパーゼル を発表するが、旗振り役の米国の足元は揺らいでいた。それは、もともとパーゼル はグリーンズパン、マクドノー両氏が先端的なリスク管理をしている大手米銀の意向を受ける形で導入を目指したもので地方銀行から不満が噴出し、米国内に亀裂が生じたからである。そこでパーゼルの導入を大手行中心に限定し、実施時期も欧州と合意した2006年末を2007年末に伸ばすこととなった。

パーゼル では住宅融資の掛け目を低下させることになっていたもので、それがサブプライム問題の一因になったとする。先端的な内部モデルをリスク管理手法のソフトウェアとして世界に販売したバンカーズ・トラストとJPモルガンは「リスクの商人」として名を馳せた。しかし、1998年バンカーズ・トラストはロシア危機でつまずきドイツ銀行に買収され、2000年JPモルガンもヘッジファンド危機で損失を被りチェース・マンハッタンに買収され、内部モデルが銀行の健全性確保に役立たないことが明らかになった。また、信用リスク評価で格付け会社の格付けに依存することになったことも内部モデルとともにパーゼルの致命傷になったとする（同pp.116-119）。融資リスク管理が統計上の健全性を重視するリスク管理に主眼が置かれ、経営者の質を見て会社を育てたり、新技術にかけてリスク融資する能力が低下することになったのではないかという指摘（同pp.118）は、銀行業の在り方を考えさせる。

第5章は「危機懺悔の出直し—パーゼル 導入」である。サブプライムローン問題はパーゼルの信頼性を揺さぶることになった。そこで、2008年4月にパーゼル委員会はパーゼルの枠組み強化を打ち出したが、对症下药に過ぎず、サブプライムローン問題が投げかけたのは銀行に甘かった規制そのものであることを理解できていないとして批判する（同p.122）。

金融危機が深まると、G30、金融サミット等で危機対策と新たな金融規制作りを進めようとの動きが生じ、それらがパーゼル規制の抜本改革への圧力となり、それに屈する形でパーゼル委員会は2009年3月にパーゼル 作り着手することを表明した。同年11月のピッツバーグ・サミットでは、パーゼルの実

施時期を2012年末とした。

2010年9月にバーゼルの骨格が固まった。最低自己資本（4.5%）、資本保全バッファー（2.5%）、カウンター・シクリカル・バッファー（2.5%）大手金融機関（SIFIs）に対する上乘せの4階建てである。カウンター・シクリカル・バッファーは米英が強く導入を求め、新興国、特に中国の躍進を阻止する思惑があるとみており、国際的な金融覇権の争いは「既存権力者の欧米」対「躍進する中国」の構図となる公算が大きく、バーゼルはその序章となりそうとする（同p.157）。

バーゼルはサブプライムローン問題に端を発する金融危機再発防止のための規制強化であり、リスクの過小評価、資本の水増しを防止しているが、格付け、内部モデル依存という問題が残るとする（同p.168-171）。

第6章は「終わらない資本規制強化 SIFIsに上乘せ」である。まず、金融危機によって世界をリードする構図が変わったことを指摘する。2009年9月の金融サミットにおいて、G20を国際経済協力に関する第1のフォーラムと指定したことによって、1970年代から続いたG7を頂点とする国際経済体制に終止符が打たれたとする。国際的な銀行監督体制も「G10中央銀行総裁会議 バーゼル委員会」から「G20サミット-金融安定理事（FSB）-バーゼル委員会」に変わった。この国際金融権力のシフトは、日本がアジアの唯一の代表でなくなったことを意味するので日本にとっては痛手であった。

バーゼルの骨格が固まると金融当局の関心は、SIFIsに移った。SIFIsの上乗せ分について、弱い銀行を抱えるドイツ、フランス、日本が反対に回った。ソウル・サミットでSIFIsをG-SIFIsとN-SIFIsに分ける方針が明らかにされた。Gはグローバルに展開しているため上乘せが求められるが、NはGほどグローバル化していないのでGほどの上乘せを求められないというものである。Nにされれば増資などの必要性はなくなるが2流金融機関と見られる可能性があり、日本のメガバンクは増資で上乘せしてでもGを目指すか、Nに甘んじるかの厳しい選択を迫られている。それは、これまで日本が質の高い資本の上乗せに強硬に反対してきた結果、国際協調から外されかねない立場に追い込まれたことを意味するとする（同p.193）。

第7章は「パーゼル敗戦の真相 資本に向き合えなかった日本」である。パーゼルを邦銀が転落するきっかけとする考えを否定する。確かにパーゼルの背景に日本潰しがあったが、過小資本で融資の拡大を続けたり、株式依存経営を深めると危険であるという真実も含まれていたとする。したがって、日本の金融敗戦の戦犯はパーゼルにあるのではなく、パーゼルを甘く見たバブル期の経営者およびそれを監視する立場にあった大蔵省銀行局と日銀営業局であるとする(同p.215)。そして、その後も株式依存経営から脱却しなかったため、サブプライム問題で欧米金融機関が傷ついたときに日本の銀行は株価急落で復活することができなかった。金融危機を受けて世界が規制強化に動いたのに対して日本は規制緩和に走った。世界の規制強化の流れにパーゼルはある。日本の金融の遅れの原因に資本政策があり、パーゼルでの交渉失敗にも資本政策軽視が響いている。20年間の銀行資本政策と銀行監督行政の敗戦といえるかもしれないとする(同p.240)。

終章は「新しい金融の姿 パーゼルとSIFIsの世界」である。パーゼルによって、ハイ・リスク、ハイ・リターン投資銀行業務中心モデルから、ミドル・リスク、ミドル・リターンの商業銀行中心モデルへの回帰を促されているとする。国際金融の勢力図にも影響を与え、日本のメガ・バンク、欧州の銀行は厳しいが、米国の銀行の基礎収益力は高く、カナダの銀行、新興国の銀行も良いとした上で、「パーゼルのもとでも国際金融界は米国勢と中国勢が主導権を握る公算が大きい」(同p.250)とする。

パーゼルは1990年代の日本に対してはマネー経済の膨張を防いだが、バブル崩壊で邦銀は不良債権の泥沼にはまり、証券化の流れについていけなかった。欧米の銀行はシャドウ・バンキングによってパーゼルを巧妙にすり抜け、高い経済成長が続いたが、バブルを発生させ、サブプライム問題に端を発する金融危機を発生させた。それは、緩い規制、甘い監督、金融機関の強欲により引き起こされたので、危機を起こした責任も明確にする必要がある。日本は敗戦の分析をし、責任の所在を明確にし、新しい体制に組み直す必要があるとする(同p.259)。

3. 本書の課題

金融自由化後の世界金融を大きく左右したのものとしてパーゼル規制があげられよう。事業の営みをスポーツ競技に例えれば、規制は競技のルールである。競技では強い者・上手い者が勝ち、実力が重要であることは言うまでもないが、その強さ・上手さはルールを前提としたものであるから、ルールが変わった場合勝者が変わり得る。この点において、競技に勝つためには、実力を磨くこともさることながら自分に優位なルールにするということも重要である。本書は、丁度こうしたルール作りにおいて、日本は負け、競技でも負けたものとする。そのルールは、パーゼル、 、 であり、 は日本潰しの面があり、 は日本を潰す必要がなくなり がじゃまになってきたのでその規制を緩和させたものであり、 は緩和された が金融危機を招いたとの反省をしつつ新興国の躍進を阻止するための規制強化とする。しかし、重要なことは、 が日本潰しの面があるとしても悪いのはバブル期の経営者、大蔵省銀行局、日銀営業局として、日本に敗因があるとしていることである。自己資本を厚くするというパーゼル規制自体は正しいとの認識であり、その意味を理解できなかった日本に敗因を求めている。そして、その状況が続き、不良債権処理を終えても株式依存経営を続けたため、金融危機の震源からはるか離れた所に居ながら株価急落で邦銀は復活することができなかつたと手厳しい。

パーゼル規制を正しいとする著者の基本的見解は、東日本大震災についてふれている「あとがき」にも示唆される。福島原発事故をリスクへの備えの問題とし、百年に1回しか起きないように割合の事故にも備えておくべきとする。それは、「百年に1度」とされた金融危機にも当てはまり、パーゼルからの自己資本比率規制は、そのリスクへの備えをすることに他ならないとする。確かに、著者の言うように、津波への対応を指摘されても津波対策はコストがかかるため安全を強調して津波リスクに十分に備えず結局事故を起こしたことと、パーゼルへの規制緩和が金融危機を招いたことは重なる。このように考えると、パーゼルに熱心だったマエストロ・グリーンズパンは、原子力安全委員会とさほど変わらないと評価することができるかもしれない。

著者は、パーゼル規制を追い続けたジャーナリストである。現地での取材を

通じた雰囲気を与えつつ、パーゼル、の意味づけ、欧米と日本の銀行の反応の違い、日本の敗戦の分析は見事である。パーゼルによって、ハイ・リスク、ハイ・リターン投資銀行業務中心モデルから、ミドル・リスク、ミドル・リターンの商業銀行中心モデルへの回帰を促されているとの展望も刺激的である。しかし、金融危機への対応として行われた積極的な財政出動、金融緩和、金融機関への公的資金注入などの政策の総動員は、新たなリスク、ソブリン・リスクを発生させ、再び金融市場を混乱に陥れている。いわば、これまでと同様バブルの繰り返し、バブル・リレーがみられるが、金融機関は土台である社会経済に規定されつつ存在することからすれば、銀行による国債の大量保有というのはこの金融危機への対応の結果といえる。金融機関の国債の大量保有が、ソブリン・リスクとして跳ね返っており、規制強化はミドル・リスク、ミドル・リターンを指向させているのかもしれないが、私的部門の資金需要が弱く公的部門の資金需要が強い中で国債のリスクウェイトが低いパーゼル規制は、実はソブリン・リスクを増大させる形でリスクな運用を促していたことになる可能性がある。ソブリン・リスクに脅える足下の金融株主導の世界的な株価暴落は、正にこのことを織り込む動きではないか。

今求められることは、バブル・リレーを断ち切ることであろう。バブルが実需を上回る部分、つまり虚構とすれば、それは実需の裏付けのないもの、すなわち、投機である。過大な投機がバブルの本性であり、それが経済や金融を混乱させている。金融自由化、規制緩和の流れでバブル・リレーが発生し、それがソブリン・リスクに至ったというのは、バブルが頂点を極めつつあるということではないか。バブルがはじける度に公的介入が行われ、公的介入により肥大化した資金が新たな局面を求めて流れ込み、そこでまたバブルが発生し、崩壊する。再び公的介入が行われ、それによって肥大化した資金が別の局面に流れ、そこでまたバブルが発生し、といった具合に悪循環を形成してきた。その悪循環により、実物経済に対する金融の肥大化が止まらない。しかし、公的介入による帳尻合わせももはや限界に達したというのが、ソブリン・リスクではないか。なぜならば、主要国の通貨の番人である中央銀行の財務体質が急速に悪化しながら、国家に破綻の懸念が出てきたからである。

繰り返すが、今求められることは、バブル・リレーを断ち切ることであろう。したがって、この過剰な投機を我々はどう封じ込めるかを考えなければならない。そのための規制である。パーゼル規制にも銀行への重要な規制として、バブル・リレーを断ち切ることが目的の一つにされなければならないだろう。銀行に健全経営を指向させることが何よりで、パーゼル規制の基本には、この点が含まれているといえよう。著者が言うように、パーゼルがハイ・リスク、ハイ・リターン投資銀行業務中心モデルから、ミドル・リスク、ミドル・リターンの商業銀行中心モデルへの回帰を促し、金融経済から実物経済への後押しをするのであれば、実物経済に対する金融の肥大化に歯止めをかけ、バブル・リレーを断ち切ることに貢献しよう。しかし、現在の異常な低金利が反転上昇したならば、国債価格の暴落によって国債を大量に保有する銀行は再び苦境に立たされよう。つまり、ソブリン・リスクが顕在化しパニックになった状況をソブリン・クライシスとすれば、ソブリン・クライシスは債券バブルの崩壊に他ならず、既に金融機関はそのリスクに曝されている。

弱小債務国の債券バブルが崩壊をはじめ、主要国に伝播する懸念が発生しているのが現局面であり、誰が誰に勝ったのか負けたのかわからない状況である。エリスは、機関投資家が支配的になった市場では、抜け駆けして高収益をあげるとするのは不可能となり、いかに負けまいかの「敗者のゲーム」になるとしたが¹⁾、消去法で比較的安全な円が買われ戦後の最高値を更新するというのは、負け方がまだという理由で買われるようなもので、為替市場は敗者の中での選択という意味での「敗者のゲーム」と化しているのではないか。戦争に例えた経済敗戦論ではもはや語れず、敗者のゲームと考えるべきではないか。換言すれば、国家間あるいは国際的な競争において国レベルの勝ち負けで考える経済戦争の次元ではなく、国家が協力して投機と戦わなければならないのではないか。そして、これは市場に対する疑問が提示されていると受け止めるべきである。バブルを繰り返し、ついには中央銀行や国家の財務を蝕む市場の存在意義はどこにあるのか。したがって、規制の問題は、バブルや投機を考える

1) Ellis, Charles D., 鹿毛雄二訳(1999), 『敗者のゲーム なぜ資産運用に勝てないのか』日本経済新聞社。

もう一段高い段階から考察する必要がある。これが、本書の課題であろう。

(2011年9月稿)